

TYGODNIK EKONOMICZNY

5 – 11 grudnia 2016

Szczegółowe dane o PKB za III kwartał pokazały pogłębienie spadku inwestycji i słabszy niż oczekiwano wpływ programu 500+ na konsumpcję. Dane potwierdziły naszym zdaniem, że wzrost gospodarczy spowolni jeszcze bardziej i w IV kw. br. może być bliżej 1% niż 2% r/r. Wskaźnik PMI odbił w górę w listopadzie, ale wątpimy, aby zapowiadało to poprawę sytuacji w polskim przemyśle, ponieważ wszystkie inne indeksy koniunktury wyraźnie się pogorszyły. Tymczasem, wstępne dane o CPI potwierdziły zakończenie 28-miesięcznego okresu deflacji.

Wyniki referendum we Włoszech mogą być kluczowym wyznacznikiem nastrojów rynkowych tuż po weekendzie. Odrzucenie propozycji premiera Renziego może wywołać dalszy wzrost awersji do ryzyka i osłabienie euro pod wpływem obaw o zawieruchę polityczną, natomiast odwrotny scenariusz dawałby szansę na odreagowanie, przynajmniej w krótkim okresie. Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie posiedzenie EBC, a inwestorzy skupią się na kwestii wydłużenia programu QE. Biorąc pod uwagę niedawne spekulacje nt. możliwego wygaszania QE, przedłużenie programu przez bank centralny może być naszym zdaniem pozytywnym impulsem dla rynku. Spotkanie polskiej Rady Polityki Pieniężnej będzie zapewne w cieniu wydarzeń za granicą. Nie spodziewamy się żadnych zmian polityki pieniężnej i zakładamy, że prezes NBP będzie dalej bagatelizował spowolnienie gospodarcze. Jednak niektórzy członkowie RPP prezentowali ostatnio nieco bardziej gołębie stanowisko i ich wypowiedzi w trakcie, albo po konferencji Rady mogą być szczególnie istotne. W najbliższych miesiącach pojawi się więcej słabych danych z polskiej gospodarki i w końcu mogą one rozbudzić oczekiwania na złagodzenie polityki pieniężnej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (5 grudnia)							
9:55	DE	PMI w usługach	XI	pkt	55,0	-	54,2
10:00	EZ	PMI w usługach	XI	pkt	54,1	-	52,8
16:00	US	ISM poza przetwórstwem	XI	pkt	55,2	-	54,8
WTOREK (6 grudnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,6	-	-0,6
11:00	EZ	PKB	III kw.	% r/r	1,6	-	1,6
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	2,5	-	0,3
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałe	X	% m/m	0,7	-	4,8
ŚRODA (7 grudnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,8	-	-1,8
9:00	CZ	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,5	-	2,7
	PL	Decyzja RPP			1,5	1,5	1,5
CZWARTEK (8 grudnia)							
9:00	HU	CPI	XI	% r/r		-	1,0
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,00	-	0,00
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	268
PIĄTEK (9 grudnia)							
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	0,9	-	-0,7
9:00	CZ	CPI	XI	% r/r	1,3	-	0,8
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	94,1	-	93,8

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

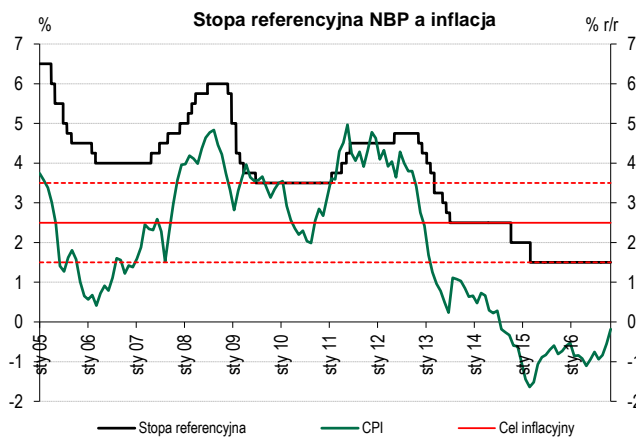
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

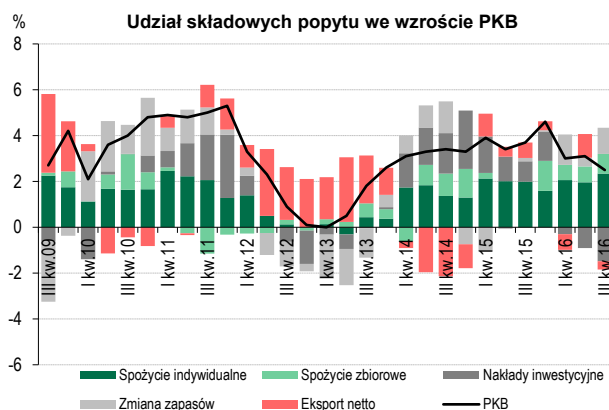
Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Czy RPP nadal będzie bagatelizowała spowolnienie

■ Nie spodziewamy się zmiany polskiego ratingu ani jego perspektywy przez S&P dzisiaj wieczorem. Naszym zdaniem, agencja nieco przesadziła z reakcją w styczniu. A obecnie, mimo że słabsze są perspektywy wzrostu PKB i obniżono wiek emerytalny, to jednak inne sprawy, jak na przykład kwestia kredytów walutowych czy sytuacja fiskalna są mniej niekorzystne niż w styczniu.

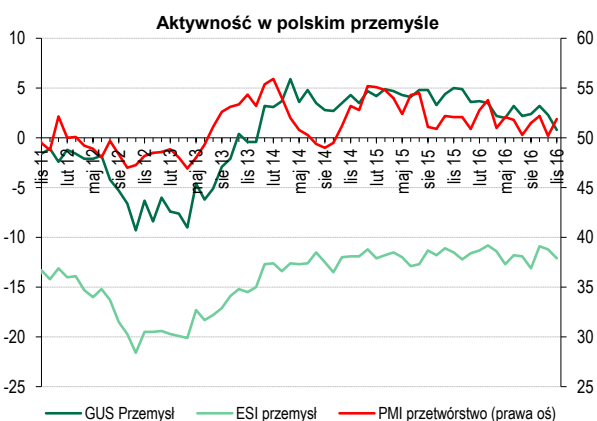
■ Naszym zdaniem RPP nie zmieni stóp procentowych na posiedzeniu w grudniu. Sądzymy, że prezes NBP dalej będzie bagatelizował spowolnienie wzrostu i stwierdzi, iż jest ono tylko przejściowe. Jednak inni członkowie RPP stali się już bardziej gołębi, a ich komentarze w trakcie lub po konferencji mogą być ciekawe. Słabe dane z gospodarki mogą ponownie rozbudzić rynkowe oczekiwania na obniżki stóp w Polsce.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost PKB może być poniżej 2% r/r w IV, koniec deflacji

■ W III kw. 2016 r. wzrost PKB spowolnił do 2,5% r/r z 3,1% r/r w II kw., zgodnie ze wstępnym odczytem. Konsumpcja prywatna przyspieszyła do 3,9% r/r z 3,3% r/r w II kw. i dodała do wzrostu PKB 2,3 punktu procentowego. Wpływ programu 500+ był pozytywny, ale mniejszy niż się spodziewaliśmy. Inwestycje spadły aż o 7,7% r/r, najmocniej od 2010. Ogólnie, spadek inwestycji jest głębszy i może być dłuższy niż oczekiwano wcześniej. Eksport netto odjął od wzrostu 0,4 punktu procentowego, a eksport wzrósł o 6,8% r/r przy wzroście importu o 7,8% r/r. Polskiemu handlowi zagranicznemu sprzyjał słaby złoty, ale ogólnie eksport słabnie ze względu na słabsze tendencje za granicą (stagnacja światowego handlu). Wygląda na to, że tempo wzrostu w IV kwartale 2016 może być bliższe 1% niż 2% r/r.

■ Wg wstępnego odczytu inflacja CPI wzrosła w listopadzie do 0,0% r/r, kończąc 28-miesięczny okres deflacji w Polsce. Wzrost wynikał przede wszystkim z efektu bazy, ale wciąż nie widzimy sygnałów rosnącej presji na wzrost cen. CPI może wzrosnąć nieco powyżej zera w grudniu, a w styczniu prawdopodobnie podskoczy do prawie 1% r/r.

■ PMI dla polskiego przemysłu odbił w listopadzie do 51,9 pkt z 50,2 pkt w październiku wyraźnie przekraczając prognozy. W największym stopniu za ruch w górę odpowiadała poprawa w nowych zamówieniach, produkcji i zatrudnieniu, podczas gdy nowe zamówienia eksportowe ponownie spadły. Co więcej, ceny produkcji rosły w najszybszym tempie od 2012, głównie w wyniku osłabienia złotego oraz wzrostu cen metali. Indeks PMI jest w ostatnich miesiącach bardzo zmienny, wahając się raz w górę, raz w dół, jednak kilkumiesięczna średnia jest nadal w wyraźnej tendencji spadkowej. Dlatego nie sądzimy, aby listopadowy wzrost PMI zapowiadał nadchodzące ożywienie w przemyśle.

**Cytat tygodnia – Przyspieszenie wzrostu PKB w IV kw. 2016? ... Raczej nie.**

Mateusz Morawiecki, wicepremier, 29 XI, Bloomberg

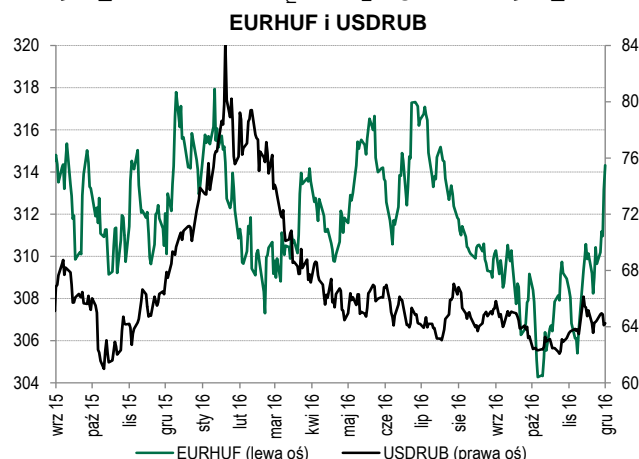
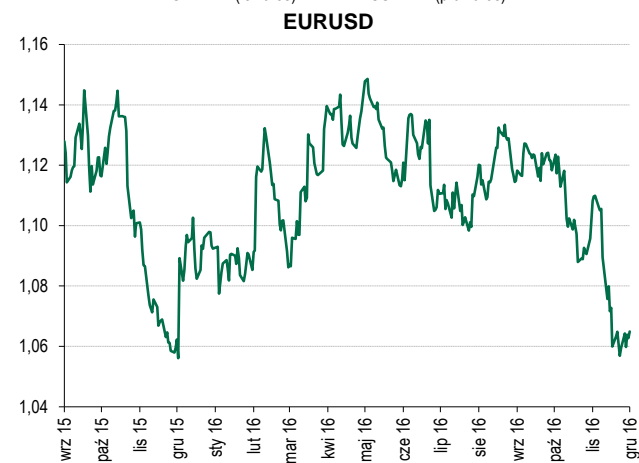
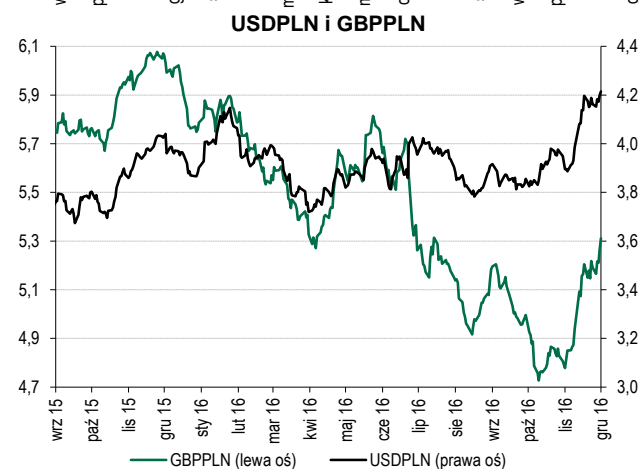
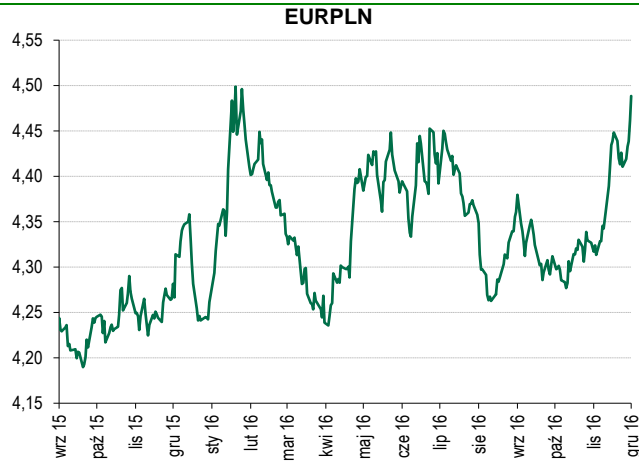
W tym roku wzrost gospodarczy w Polsce będzie w przedziale 2,5-3,0%, głównie ze względu na znaczne spowolnienie za granicą.

Komunikat Ministerstwa Rozwoju, 30 XI

W ocenie Ministerstwa Rozwoju, tempo wzrostu w ostatnim kwartale 2016 roku powinno nieznacznie przyspieszyć, głównie na skutek przyspieszenia tempa spożycia prywatnego. Stopniowo będą odradzać się także inwestycje, których tempo spadku powinno wyhamować w ostatnim kwartale 2016 roku, także na skutek spodziewanej zwiększonej absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej.

Wicepremier Morawiecki wciąż jest bardzo optymistyczny co do wzrostu w 2016 r. i uważa, że zarówno wynik za cały rok, jak i za IV kw. będą powyżej 2,5%. Naszym zdaniem, wzrost w IV kw. będzie bliżej 1% niż 2%. Jeśli chodzi o cały rok, odczyt może być bliki 2,5%, ale widzimy ryzyko raczej w dół niż w górę. W każdym razie, prognoza Morawieckiego na IV kw. jest znacznie powyżej prognoz rynkowych (2% wg Parkietu). Jeśli chodzi o wzrost PKB w 2017 r., wydaje się, że są szanse na V-kształtne ożywienie, o ile inwestycje (głównie te powiązane z funduszami UE) zanotują wyraźne odbicie. Jednak średnie tempo wzrostu PKB w całym roku pozostanie zapewne poniżej 3% (nawet jeśli IV kw. 2017 będzie wyższe). Nasza prognoza wzrostu PKB w 2017 jest poniżej 3% mniej więcej od połowy tego roku (choć przewidywana kwartalna ścieżka była do tej pory inna) i wydaje się, że konsensus rynkowy powinien niebawem również przesunąć się w dół w kierunku wzrostu poniżej 3%.

Rynek walutowy – Włoskie referendum i EBC w centrum uwagi

**Wzrost zmienności znowu osłabia złotego**

▪ Od początku minionego tygodnia złoty był pod presją w relacji do głównych walut. Mocne dane USA wzmacniające oczekiwania na podwyżki stóp Fed, niepewność przed włoskim referendum czy silna przecena polskich obligacji w największym stopniu przyczyniły się do osłabienia krajowej waluty. W efekcie, EURPLN, USDPLN, CHFPLN i GBPPLN odbiły powyżej swoich lokalnych maksimów z połowy listopada osiągniętych w trakcie pierwszej fali wzrostowej zainicjowanej po wyborach prezydenckich w USA. Złoty osłabił się do prawie 4,50 za euro, 4,22 za dolara, 4,18 za franka i 5,34 za funta.

▪ Po dwóch tygodniach stabilizacji zmienność ponownie wzrosła na polskim rynku walutowym i sądzimy, że stan ten może się utrzymać w nadchodzących dniach. W niedzielę we Włoszech odbędzie się referendum, które przyciągnęło sporo uwagi rynku. Jeśli wygra „nie”, to na globalnym rynku pojawić się może kolejna fala awersji do ryzyka bowiem inwestorzy zaczną wyceniać wystąpienie kryzysu politycznego we Włoszech i prawdopodobną większą presję na tamtejsze banki. Warto jednak pamiętać, że poprzednie istotne wydarzenia jakie miały miejsce w tym roku (wygrana opcji wyjścia Wielkiej Brytanii z UE i Donalda Trumpa w wyborach w USA) wywołały jedynie przejściowe wahania na rynku walutowym. Jeśli w ten weekend wygra „tak”, to ryzykowne aktywa mogą wyraźnie zyskać.

▪ Drugim ważnym wydarzeniem będzie decyzja EBC nt. programu skupu aktywów. Sądzimy, że zostanie ogłoszone jego wydłużenie poza marzec 2017, ale skala jego rozszerzenia może rozczarować rynek. Jeśli tak się stanie, wtedy ryzykowne aktywa mogą oddać część ewentualnych wcześniejszych zysków.

▪ Kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,50 (kolejny opór to 4,54) i 4,46 (kolejne wsparcie to 4,40).

EURUSD dalej w trendzie bocznym czekając na impuls

▪ EURUSD pozostał relatywnie stabilny w pobliżu 1,06 drugi tydzień z rzędu. Dane z USA były bardzo dobre, ale nie na tyle by wywołać dalszą aprecjację dolara i wygląda na to, że rynek czekał na włoskie referendum.

▪ Wydaje się, że reakcja rynku na weekendowe głosowanie będzie oczywista. EURUSD może wznowić impuls spadkowy jeśli wygra „nie”, podczas gdy „tak” może wesprzeć euro. Innym pozytywnym czynnikiem dla wspólnej waluty może być wynik posiedzenia EBC.

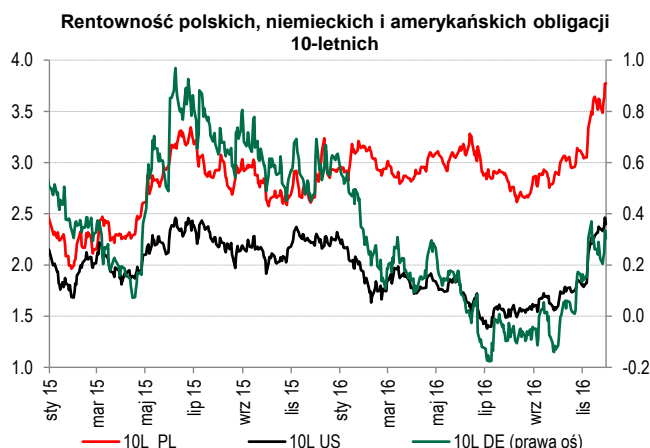
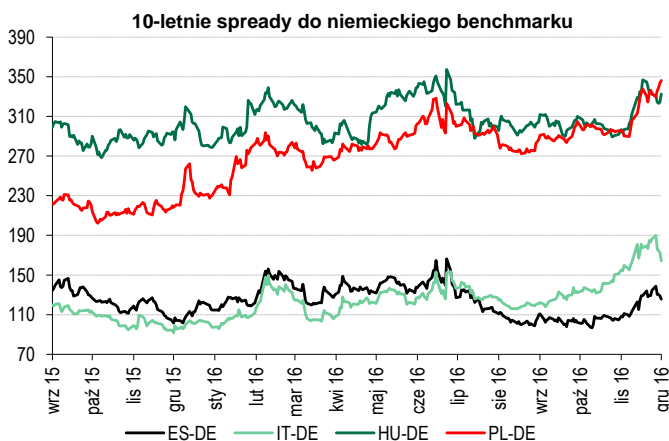
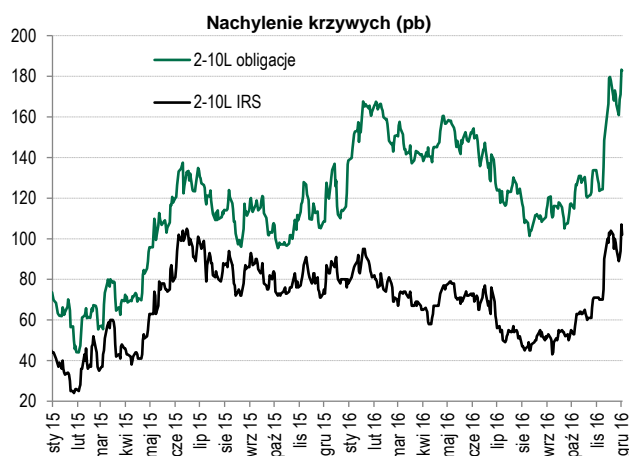
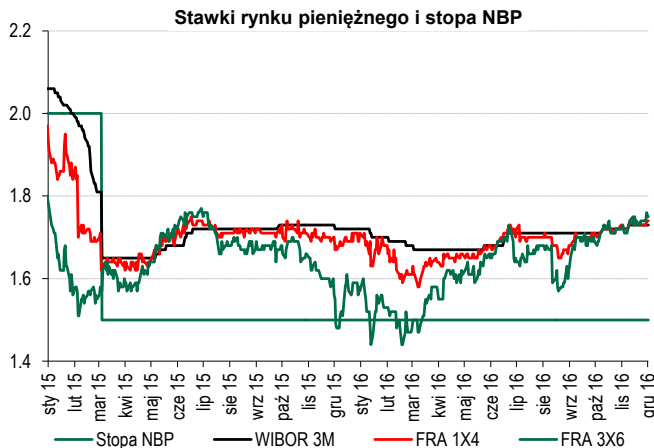
▪ EURUSD wciąż waha się nieco powyżej dolka z I kw. 2015 na 1,045 i najbliższe tygodnie mogą wyznaczyć kierunek na nadchodzące miesiące.

Awersja do ryzyka osłabia forinta, USDRUB nieco w dół

▪ Forint też stracił na fali odwrotu inwestorów od ryzykownych aktywów i EURHUF odbił powyżej 314 (najwyżej od końca lipca) z poniżej 310. USDRUB pozostał tymczasem blisko 64,5. OPEC w końcu uzgodnił obniżenie wydobycia ropy, to na ten moment miało tylko chwilowy pozytywny wpływ na rubla.

▪ W tym tygodniu poznamy węgierski PKB i CPI. Węgierski bank centralny (MNB) ma obecnie gołębie nastawienie i jeśli najbliższe dane będą miały taki wydźwięk, wtedy forint może stracić, bowiem rynek zacznie wyceniać dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez MNB.

Rynek stopy procentowej – EBC może pchnąć rentowności w górę



Wysoka zmienność uderza ponownie w obligacje

Miniony tydzień przyniósł kolejną falę gwałtownej wyprzedaży na globalnych rynkach długu, która dotyczyła głównie sektora 10 lat. W efekcie początek grudnia okazał się bardzo zmienny w porównaniu do spokojnego końca listopada. To wynikało z kilku czynników, w tym najważniejsze to silne dane makro z USA, które wspierają oczekiwania na wyższe stopy, zbliżające się referendum we Włoszech oraz spekulacje o możliwym zakończeniu program QE przez EBC. W efekcie rentowność niemieckiej 10-latki wzrosła tymczasowo do 0,37%, podczas gdy rentowność amerykańskiej 10-latki wzrosła powyżej 2,45%. Krajowy rynek długu również osłabił się znacząco w wyniku globalnego pogorszenia nastrojów, w tym rentowność 10-latki wzrosła o ok. 15 pb do 3,80%, powyżej lokalnego szczytu osiągniętego w czasie pierwszego fali wyprzedaży po ogłoszeniu wyników wyborów w USA (na 3,75%). W tym samym czasie stopa 10L IRS osiągnęła nowe tegoroczne maksimum na 2,98%.

Premia za ryzyko dla polskich aktywów znacznie wzrosła w minionym tygodniu. Polskie aktywa zachowywały się słabiej niż niemieckie i w konsekwencji spread PL-DE dla sektora 10 lat wzrósł do prawie 350 pb, najwyższego poziomu od września 2012 r. Co więcej, krzywe rentowności i IRS wystromiły się; spread 2-10L rozszerzył się do powyżej 180 pb dla obligacji oraz powyżej 105 pb dla IRS.

Ostatnie dane Ministerstwa Finansów pokazały, że w październiku inwestorzy zagraniczni sprzedali obligacje złotowe za prawie 2,5 mld zł w ujęciu nominalnym w porównaniu do września. W efekcie nominalna wartość portfela obligacji w posiadaniu zagranicy obniżyła się do 198,1 mld zł. Największy spadek zaangażowania w polskie obligacje odnotowano w przypadku funduszy inwestycyjnych, które sprzedały papiery za 7,7 mld zł. Natomiast dane o strukturze geograficznej zadłużenia wobec nierezzydentów pokazały, że inwestorzy z Ameryki Północnej sprzedali polskie obligacje za 7,2 mld zł. W tym samym czasie krajowe banki komercyjne zakupiły dług za prawie 3,5 mld zł, zwiększając swoje zaangażowanie do 226,7 mld zł, najwyższego poziomu w historii.

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR 1-12M pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA znacząco wzrosły, w szczególności na długie terminy. Inwestorzy zaczęli w pełni wyceniać podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie 15 miesięcy.

Ciężki tydzień przed nami

Chociaż wybory prezydenckie w USA odbyły się już trzy tygodnie temu, to globalny rynek stopy procentowej pozostaje bardzo zmienny, w tym również krajowe IRS/rentowności charakteryzują się dużą zmiennością w ciągu sesji. Spodziewamy się, że taką sytuacją utrzyma się również w najbliższych dniach, tym bardziej, że przed nami istotne wydarzenia – referendum we Włoszech w niedzielę i decyzja EBC w czwartek.

Wydaje się, że reakcja krajowego rynku na wyniki weekendowego referendum będzie wprost – poparcie dla „nie” wygeneruje presję na wzrost rentowności/stawek IRS, przyczyniając się do rozszerzenia spreadu PL-DE. Natomiast głosowanie na „tak” może być impulsem do odreagowania ostatniego osłabienia.

W naszej ocenie decyzja EBC wydłużająca program QE poza marzec 2017 może być pozytywnym impulsem dla rynku, nawet jeśli wielkość ruchu nie będzie znacząca.

Krajowa RPP najprawdopodobniej utrzyma dotychczasową retorykę, co nie będzie miało znaczącego wpływu na rynek.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl